

**PENERAPAN KONSEP EVA SEBAGAI *ADDED APPROACH* DARI
ANALISIS RASIO KEUANGAN UNTUK MENGUKUR KINERJA
PT. GUDANG GARAM DI KEDIRI**

Teodora Winda Mulia*

Abstract

Financial ratio analysis as a measure of company's performance is commonly made a bias to investors and stockholders. In order to reduce analysis risk error, EVA is used as added approach to traditional approach (Financial ratio analysis). In this case, EVA is relevant to measure management performance, which is based on certain periodic value added. If financial ratio becomes the only tool in measuring company's performance, it appears to be a good performance, but actually there is neither increase nor decrease.

Key words : *Company's perfomance, Financial ratio, Economic Value Added*

Pendahuluan

Pertumbuhan ekonomi dunia yang terjadi dalam kurun waktu satu dasawarsa ini sangat pesat merambah segala segi kehidupan manusia dan membawa pengaruh yang besar bagi perkembangan ilmu pengetahuan dan teknologi. Perusahaan sebagai salah satu pelaku utama dalam pasar bisnis dunia tidak luput dari tuntutan untuk melakukan inovasi dan menemukan konsep atau metode baru yang akan digunakan dalam perhitungan matematis oleh manajemen agar dapat menang dalam persaingan.

Divisi keuangan suatu perusahaan dituntut untuk mengambil peran yang lebih besar dalam melakukan analisis keuangan perusahaan sehingga keputusan rasional dapat diambil dengan tepat. Dalam hal pengambilan keputusan-keputusan manajerial di bidang keuangan tersebut, perusahaan perlu menetapkan tujuan yang ingin dicapai terlebih dahulu. Perusahaan dihadapkan pada dua pilihan, yaitu:

1. memaksimumkan laba (dilihat dari sisi akuntansi)
2. memaksimumkan harga saham di bursa dan meningkatkan nilai perusahaan di masyarakat (dilihat dari sisi manajemen).

Tujuan suatu perusahaan idealnya untuk memaksimumkan laba dan meminimumkan resiko secara simultan. Tujuan normatif manajemen keuangan adalah memaksimumkan nilai perusahaan atau kemakmuran para pemegang saham (yang diukur berdasarkan harga sahamnya). Tujuan normatif tidak lain adalah tujuan yang seharusnya dicapai oleh manajemen keuangan. Dalam hal perusahaan tersebut tidak mengeluarkan saham yang diperjual belikan di pasar modal, maka tujuan normatif manajemen keuangan tetap memaksimumkan nilai perusahaan, hanya saja kita artikan nilai perusahaan ini sebagai nilai yang terealisasi apabila perusahaan akan dijual. Ada 2 (dua) faktor yang mempengaruhi penilaian atas perusahaan tersebut yaitu bagaimana keuntungan perusahaan di masa yang akan datang dan bagaimana resiko perusahaan tersebut.

* Staf pengajar tetap Fakultas Ekonomi Unika Widya Mandala Surabaya

Konsep *EVA* dalam beberapa periode ini digunakan sebagai alat ukur alternatif dalam mengukur kinerja (prestasi) perusahaan disamping analisis rasio keuangan. Hal ini bukan berarti analisis rasio keuangan tidak layak lagi digunakan sebagai alat analisis oleh manajemen, namun konsep *EVA* digunakan untuk melengkapi analisis rasio keuangan. Konsep *EVA* juga digunakan untuk membantu para investor dan pemegang saham sebagai acuan untuk mengalokasikan dan menanamkan modalnya.

Penelitian ini merupakan studi komparasi antara analisis rasio keuangan dengan konsep *EVA* sebagai pengukur kinerja PT. Gudang Garam yakni melakukan studi banding antara analisis rasio dengan *EVA* untuk dapat diterapkan pada perseroan sebagai alat ukur kinerja.

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah dikemukakan sebelumnya, maka terdapat masalah sebagai berikut : "Bagaimanakah penerapan konsep *EVA* sebagai *added approach* dari *traditional approach* yang sudah ada yaitu analisis rasio keuangan untuk mengukur kinerja (prestasi) perusahaan?"

Kinerja

Setiap organisasi (perusahaan) akan selalu dihadapkan pada permasalahan menyangkut kinerja. Kinerja sangat penting artinya bagi setiap organisasi sehingga hampir semua organisasi menggunakan kinerja untuk mengukur kemampuan, keberhasilan serta kegagalan mereka didalam mengelola sumber dayanya serta pencapaian tujuan secara efektif dan efisien. Kinerja perusahaan menurut Drucker (1982:134) adalah "Tingkat prestasi (karya) atau hasil yang dicapai kadang-kadang dipergunakan untuk dicapainya suatu hasil yang positif".

Manfaat Pengukuran Kinerja

Manfaat kinerja menurut Maher dan Deakin (1997:298) bahwa :
"Evaluasi kinerja dan sistem intensif dirancang untuk mendorong para pegawai agar berperilaku seolah-olah tujuan mereka selaras dengan tujuan perusahaan dimana hal tersebut menghasilkan keselarasan perilaku, yaitu individu berperilaku sebaik mungkin demi kepentingan organisasi tanpa memperdulikan tujuannya sendiri."

Analisis Rasio Keuangan

Analisis rasio keuangan yang mencakup analisis kekuatan dan kelemahan di bidang finansial akan sangat membantu dalam mengukur kinerja keuangan perusahaan di masa lalu, kini, dan prospeknya di masa yang akan datang. Menurut Riyanto (1995:253) penganalisis keuangan dalam mengadakan analisis keuangan pada dasarnya dapat melakukan dengan dua macam cara perbandingan, yaitu :

1. Membandingkan rasio sekarang dengan rasio-rasio dari waktu yang lalu atau dengan rasio-rasio yang diperkirakan untuk waktu yang akan datang dari perusahaan yang sama.
2. Membandingkan rasio-rasio dari suatu perusahaan dengan rasio-rasio semacam yang berasal dari perusahaan sejenis atau industri sejenis untuk waktu yang sama.

Jenis-jenis Rasio Keuangan

Jenis-jenis rasio keuangan yang biasanya dipakai sebagai alat ukur kinerja perusahaan adalah :

1. Rasio Likuiditas (*Liquidity Ratio*) yaitu rasio yang mengukur kemampuan likuiditas jangka pendek perusahaan dengan melihat aktiva lancar perusahaan relatif terhadap hutang lancarnya. Diantaranya adalah :

- a. *Current Ratio* yaitu rasio yang mengukur kemampuan perusahaan memenuhi hutang jangka pendeknya dengan menggunakan aktiva lancarnya. Rasio ini dapat dihitung dengan rumus :

$$\text{Current ratio} = \frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Hutang lancar}}$$

- b. *Acid Test Ratio* yaitu rasio yang mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar hutang yang segera harus dipenuhi dengan aktiva lancar yang lebih *liquid*. Rasio ini biasanya dianggap merupakan *asset* yang paling tidak *liquid*. Rasio ini dapat dihitung dengan rumus :

$$\text{Acid test ratio} = \frac{\text{Aktiva lancar} - \text{Persediaan}}{\text{Hutang lancar}}$$

2. Rasio Solvabilitas yaitu rasio yang mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi segala kewajiban jangka panjangnya.

Rasio ini diantaranya terdiri dari :

- a. *Total Debt to Equity Ratio* yaitu bagian dari setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan jaminan untuk keseluruhan hutang, dinyatakan dengan rumus :

$$\text{Total debt to equity} = \frac{\text{Hutang Lancar} - \text{Hut Jangka panjang}}{\text{Modal sendiri}}$$

- b. Rasio Total Hutang terhadap Total *Asset*

Rasio ini menghitung seberapa jauh dana disediakan kreditor. Rasio yang tinggi berarti perusahaan menggunakan *leverage* keuangan yang tinggi. Rasio ini dapat dihitung dengan rumus :

$$\text{Total hutang terhadap total asset} = \frac{\text{Total hutang}}{\text{Total asset}}$$

- c. *Times Interest Earned Ratio* yaitu rasio yang mengukur kemampuan perusahaan membayar hutang dengan laba sebelum bunga dan pajak. Rasio ini dapat dihitung dengan rumus :

$$\text{TIE} = \frac{\text{Laba sebelum bunga \& pajak (EBIT)}}{\text{Bunga}}$$

3. Rasio Profitabilitas yaitu rasio yang mengukur kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri. Rasio ini terdiri dari beberapa rasio yaitu :
- a. *Gross Profit Margin* yaitu rasio yang sangat dipengaruhi oleh harga pokok penjualan. Rasio ini dapat dihitung dengan rumus :

$$\text{GPM} = \frac{\text{Penjualan} - \text{HPP}}{\text{Penjualan}}$$

- b. *Operating Profit Margin* yaitu laba operasi sebelum bunga dan pajak yang dihasilkan oleh setiap rupiah penjualan. Rasio ini dapat dihitung dengan rumus :

$$\text{OPM} = \frac{\text{Penjualan} - \text{HPP} - \text{Biaya adm. \& pemasaran}}{\text{Penjualan}}$$

- c. *Net Profit Margin* yaitu rasio yang apabila *gross profit margin* selama satu periode tidak berubah Rasio ini dapat dihitung dengan rumus :

$$\text{NPM} = \frac{\text{EAT}}{\text{Penjualan}}$$

- d. *Return on Total Asset* yaitu rasio yang mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih berdasarkan tingkat *asset* tertentu. Sering juga disebut sebagai *ROI (Return on Investment)*. Rasio ini dapat dihitung dengan rumus :

$$\text{ROA} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Total asset}}$$

- e. *Return on Equity* yaitu rasio yang mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba berdasarkan modal saham tertentu. Rasio ini tidak memperhitungkan deviden maupun *capital gain* untuk pemegang saham. Rasio ini dapat dihitung dengan rumus :

$$\text{ROE} = \frac{\text{EAT}}{\text{Shareholder's Equity}}$$

4. Analisis Rasio Pasar yaitu rasio yang mengukur harga pasar relatif terhadap nilai buku. Rasio ini terdiri dari :
- a. *Price Earning Ratio* yaitu mengukur harga saham relatif terhadap *earningnya*. Rasio ini dapat dihitung dengan rumus :

$$\text{PER} = \frac{\text{Stock price per share}}{\text{Earning per share}}$$

b. *Deviden Yield*

Dari segi investor, rasio ini cukup berarti karena *deviden yield* merupakan sebagian dari total *return* yang akan diperoleh investor. Rasio ini dapat dihitung dengan rumus :

$$\text{Deviden Yield} = \frac{\text{Deviden per share}}{\text{Stock price per share}}$$

- c. *Deviden Payout Ratio* yaitu rasio yang melihat bagian *earning* (pendapatan) yang dibayarkan sebagai deviden kepada investor. Rasio ini dapat dihitung dengan rumus :

$$\text{Deviden Payout} = \frac{\text{Deviden per share}}{\text{Earning per share}}$$

Konsep EVA

Perkembangan ilmu pengetahuan yang demikian pesat dan tuntutan pasar ekonomi dunia mendorong para ahli untuk menemukan dan mengembangkan alat ukur lain yang lebih akurat dalam mengukur kinerja perusahaan. Hal ini tak luput juga didorong oleh desakan para investor dan penyedia dana agar mempunyai acuan yang lebih dapat dipertanggungjawabkan keakuratannya dalam mengalokasikan dananya.

Morley seperti yang dikutip oleh Godfrey (1994:84), mengemukakan "*Value added is a performance measure, a measure of the value or wealth created by the enterprise in a given period. Another way of looking at this entity employees, providers of capital funds (shareholders and creditors) and the government who cooperative by endeavour to create additional wealth*". Berdasarkan konsep *EVA*, biaya modal dihitung secara tertimbang untuk menentukan derajat keadilan bagi penyedia dana. Widayanto (1994:30) menyatakan bahwa nilai tambah ekonomi dilandasi pada konsep bahwa dalam pengukuran laba suatu perusahaan, kita harus dengan adil memperhatikan harapan-harapan setiap penyedia dana dari struktur modal yang ada. Pengertian *EVA* menurut Utomo (1999:29) adalah ukuran nilai tambah ekonomis yang dihasilkan oleh perusahaan sebagai akibat aktivitas atau strategi manajemen selama periode tertentu.

Keunggulan EVA

Menurut Mirza (1997:14) keunggulan *EVA* sebagai pengukur kinerja perusahaan adalah :

1. *EVA* memfokuskan penilaiannya pada nilai tambah dengan memperhitungkan beban biaya modal sebagai resiko investasi.
2. *EVA* dapat diterapkan secara mandiri tanpa memerlukan data pembandingan dari perusahaan lain maupun standar industri sebagaimana konsep analisis rasio keuangan.
3. Konsep *EVA* sebagai pengukur kinerja perusahaan memperhatikan harapan penyedia dana secara adil di mana derajat keadilannya dinyatakan dengan ukuran tertimbang (*weighted*) struktur modal yang ada dan berpedoman pada nilai pasar bukan pada nilai buku.
4. Penerapan konsep *EVA* yang praktis merupakan salah satu bahan pertimbangan bagi pebisnis untuk mengambil keputusan dan kebijaksanaan permodalan.
5. *EVA* dapat digunakan sebagai tolok ukur pemberian bonus pada karyawan
6. Konsep *EVA* mempengaruhi keputusan organisasi untuk keluar dari unit usaha yang mempunyai *negative value added*.

Kelemahan EVA

Menurut Mirza (1997:14) kelemahan *EVA* sebagai pengukur kinerja perusahaan adalah:

1. *EVA* hanya mengukur hasil akhir, sementara aktivitas penentu seperti loyalitas dan referensi konsumen tidak diperhatikan.
2. *EVA* terlalu bertumpu pada keyakinan bahwa investor sangat mengandalkan pendekatan fundamental dalam mengkaji dan mengambil keputusan untuk menjual atau membeli saham tertentu.
3. Konsep ini sangat tergantung pada transportasi internal dalam perhitungan *EVA* secara akurat.

Formula EVA

$$EVA = NOPAT - \text{Cost of Capital}$$

$$NOPAT = EAT + \text{Interest Expense} - \text{Tax Saved}$$

EVA	=	<i>Economic Value Added</i>
NOPAT	=	<i>Net Operating Profit After Tax</i>
<i>Cost of Capital</i>	=	Biaya Modal
EAT	=	<i>Earning After Tax</i>
<i>Interest Expense</i>	=	Beban Bunga
<i>Tax Saved</i>	=	Beban Pajak

Di mana $EVA > 0$, maka telah terjadi tambahan nilai ekonomis ke dalam perusahaan atau bisnis tertentu.

$EVA = 0$, maka artinya perusahaan impas karena semua laba digunakan untuk membayar kewajiban kepada penyedia dana baik kreditur maupun pemegang saham.

$EVA < 0$, maka perusahaan tidak membuat nilai tambah karena laba yang tersedia tidak dapat memenuhi harapan penyedia dana terutama pemegang saham.

Tahapan dalam Perhitungan EVA

Widayanto (1994:30) menyatakan tahapan perhitungan *EVA* sebagai berikut:

1. Menghitung ongkos modal hutang.
2. Menghitung ongkos modal saham.
3. Menghitung struktur permodalan berdasarkan neraca.
4. Menghitung ongkos modal tertimbang (*Weighted Average Cost Capital*).
5. Menghitung *EVA*.

Strategi Menaikkan EVA

Dalam konsep *EVA*, untuk menciptakan nilai bagi pemegang saham, perusahaan harus menghasilkan keuntungan yang melebihi biaya modal di segala unit bisnisnya. Meskipun demikian tidak berarti bahwa pihak manajemen memanfaatkan profitabilitas untuk jangka pendek akan tetapi benar-benar memperhatikan pertumbuhan *EVA* untuk waktu yang akan datang sehingga peningkatan *EVA* dapat terjadi secara terus menerus yang dapat dilakukan dengan 3 (tiga) strategi :

1. Strategi penciptaan nilai dengan mencapai pertumbuhan keuntungan di mana hal ini bisa dicapai dengan menambah modal yang diinvestasikan pada proyek dengan tingkat pengembalian tinggi.
2. Strategi penciptaan nilai dengan meningkatkan efisiensi operasi, dalam hal ini meningkatkan keuntungan tanpa menggunakan tambahan modal.
3. Strategi penciptaan nilai dengan rasionalisasi dan keluar dari bisnis yang tidak menjanjikan, ini berarti menarik modal dari aktivitas yang menghasilkan *return* yang rendah dan menghapus unit bisnis yang tidak menjanjikan hasil.

Struktur Modal

Pengertian Struktur Modal

Menentukan besarnya persentase masing-masing sumber modal yang tersedia untuk dapat memaksimalkan nilai perusahaan, yaitu dengan menciptakan struktur modal yang optimal merupakan salah satu kegiatan yang sangat penting bagi suatu perusahaan.

Menurut Sartono (1996:295) Struktur modal adalah merupakan perimbangan jumlah hutang jangka pendek yang bersifat permanen, hutang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa. Penggunaan masing-masing jenis modal mempunyai pengaruh yang berbeda terhadap laba yang diperoleh perusahaan. Penggunaan modal asing akan memperkecil keuntungan yang diperoleh sebab harus membayar bunga. Bunga sendiri juga dimanfaatkan sebagai pengurang pajak yang harus ditanggung perusahaan. Sedangkan modal sendiri yang kompensasinya berupa pembayaran deviden diambilkan dari keuntungan

setelah pajak. Karena itu perusahaan hati-hati dalam mengambil keputusan yang menyangkut penentuan struktur modal optimal sehingga mampu memaksimalkan perusahaan.

Kebijakan Struktur Modal

Kebijakan atas struktur modal memerlukan adanya pemilihan resiko dan pengembalian yang diharapkan serta kombinasi pembiayaan perusahaan. Dalam perencanaan struktur modal harus ditentukan tingkat hutang yang akan memaksimalkan nilai perusahaan dan meminimalkan biaya modal sehingga akan diperoleh struktur modal yang optimal.

Secara teoritis penentuan struktur modal yang optimal oleh perusahaan bisa dicapai, tetapi pihak manajemen keuangan tidak dapat menentukan secara tepat berapa besarnya prosentase hutang yang bisa digunakan untuk memaksimalkan nilai pasar perusahaan, sehingga keputusan akhir yang diambil sedikit mengandung unsur subyektifitas pengambil keputusan, tetapi hal ini dengan berdasar pada informasi yang tepat, tersedia, dan diperlukan.

Biaya Modal

Tidak seperti analisis rasio keuangan tradisional, *EVA* selalu memperhatikan biaya modal dalam perhitungannya yaitu biaya yang harus dikeluarkan perusahaan untuk memperoleh modal tersebut sebagai konsekuensi logis yang dituntut investor atas modal yang diinvestasikan di perusahaan. Besarnya kompensasi tergantung pada tingkat resiko perusahaan : makin tinggi tingkat resiko, makin tinggi pula tingkat pengembalian yang dituntut oleh investor, makin rendah tingkat resiko, makin rendah pula ekspektasi pengembalian yang dituntut.

Cost of capital menurut Riyanto (1995:185) adalah dimaksudkan untuk dapat menentukan besarnya biaya riil yang harus ditanggung oleh perusahaan untuk memperoleh dana dari sumber.

Komponen Biaya Modal

Berikut ini akan dijelaskan beberapa jenis biaya modal yang mempengaruhi perhitungan *EVA* :

1. Biaya modal hutang

Menurut Husnan dan Pudjiastuti (1996:354) biaya modal hutang diukur berdasarkan tingkat bunga yang dibayarkan kepada kreditur. Biaya modal hutang dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$K'd = Kd (1 - T)$$

$K'd$ = Biaya modal hutang

Kd = Biaya hutang setelah pajak

T = Tarif pajak penghasilan

2. Biaya modal saham

a. Biaya modal saham preferen

Saham preferen adalah surat bukti kepemilikan saham yang memberikan penghasilan tetap berupa deviden yang besarnya telah ditentukan

persentasenya terhadap harga saham. Saham ini merupakan gabungan dari hutang dan saham biasa. Seperti halnya hutang, saham preferen membebani kewajiban tetap kepada perusahaan untuk melakukan pembayaran secara periodik, dalam likuidasi, klaim para pemegang saham preferen didahulukan daripada pemegang saham biasa. Meskipun demikian, kegagalan untuk membayar deviden saham preferen tidak akan berakibat kepailitan seperti saat perusahaan gagal membayar bunga obligasinya. Besarnya biaya saham preferen sama dengan tingkat keuntungan yang diharapkan oleh investor pemegang saham preferen. Biaya saham preferen dapat dihitung dengan rumus :

$$K_p = \frac{D}{P}$$

D = Deviden yang dibagikan setiap tahun

P = Harga saham preferen

b. Biaya modal saham biasa

Perhitungan saham biasa lebih sulit dilakukan daripada perhitungan biaya modal yang lain karena dalam perhitungannya terdapat unsur ketidakpastian atas pembayaran deviden kepada para pemegang saham. Dalam biaya modal saham biasa harus diramalkan atau diperkirakan terlebih dahulu besarnya tingkat pengembalian yang diharapkan. Tingkat pengembalian inilah yang nantinya merupakan biaya modal.

Model Penentuan Harga Aktiva Modal (*Capital Asset Pricing Model*)

Model *CAPM* inilah yang dipakai penulis dalam perhitungan karena merupakan pendekatan yang paling representatif ditinjau dari keakuratannya. Dalam pendekatan *CAPM*, tingkat hasil pengembalian atas saham biasa yang diinginkan oleh para investor sama dengan tingkat bebas resiko ditambah dengan premi resiko. Premi resiko yang dimaksudkan disini adalah premi resiko pasar, yaitu pengembalian pasar dikurangi tingkat bebas resiko, yang ditetapkan perusahaan. Secara singkat, perhitungan biaya modal saham biasa dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$K_s = R_f + (R_m - R_f) \beta_i$$

R_f = Tingkat suku bunga investasi bebas resiko / *Risk Free Rate*

R_m = Tingkat bunga investasi rata-rata dari keseluruhan pasar

β_i = Faktor resiko (beta) yang berlaku spesifik untuk perusahaan

Berdasarkan rumus untuk menghitung tingkat pengembalian saham biasa tersebut, maka variabel yang diamati :

1. Beta

Berdasarkan beta dapat dilihat faktor resiko perusahaan yang menjadi parameter, di mana pengukur perubahan yang diharapkan pada *return* suatu saham, jika terjadi perubahan pada *return* pasar. Pengukuran beta ini dapat dilakukan dengan menggunakan pendekatan regresi dengan rumus :

$$\beta = \frac{n\sum xy - \sum x \cdot \sum y}{n\sum x^2 - (\sum x)^2}$$

n = Banyaknya periode pengamatan

x = Tingkat keuntungan portofolio pasar (Rm)

y = Tingkat keuntungan suatu saham (Ri)

2. Tingkat keuntungan portofolio atau *return* pasar (Rm)

Return pasar diperoleh dari besarnya keuntungan seluruh saham yang beredar di bursa efek. Perhitungan *return* pasar didasarkan atas Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di pasar modal, dan perhitungan *return* pasar ini dapat dilakukan dengan rumus :

$$R_m = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Rm = Tingkat pengembalian pasan bulan ke t

IHSGt = Indeks harga saham gabungan bulan ke t

IHSGt-1 = Indeks harga saham gabungan bulan ke t-1

3. Tingkat keuntungan suatu saham atau *return* individual (Ri)

Return individual dihitung berdasarkan data perkembangan harga saham individual dan jumlah deviden yang dibagikan. Perhitungan *return* individual dapat dilakukan dengan rumus :

$$R_i = \frac{Pit - Pit-1 + Dit}{Pit-1}$$

Ri = Tingkat keuntungan suatu saham

Pit = Harga saham pada akhir periode

Pit-1 = Harga saham pada awal periode

Dit = Deviden yang diterima

- Hasil nyata obligasi ditambah premi resiko modal (*Bond Yield Plus Equity Risk Premium*). Perhitungan menggunakan metode ini juga melibatkan premi resiko. Namun demikian, berbeda dengan metode pertama yang memakai surat berharga, metode ini yang dihitung merupakan premi atas biaya hutang jangka panjang perusahaan.
- Hasil nyata yang diterima investor (*Realized Investor Yield*). Hasil nyata yang diterima oleh investor adalah hasil deviden rata-rata ditambah keuntungan modal selama 10 tahun.
- Metode pertumbuhan deviden

c. Biaya modal rata-rata tertimbang (*Weighted Average Cost Capital*)

Pemahaman konsep *WACC* sangatlah penting dalam penerapan konsep *EVA*. Sebagaimana dijelaskan di atas bahwa *EVA* merupakan konsep adil mempertimbangkan harapan dan kepentingan para investor yang dinyatakan dengan biaya modal rata-rata tertimbang struktur modal yang ada. Perhitungan *WACC* menggunakan rumus :

$$WACC = Ke (E/V) + Kd (D/V)$$

WACC = Biaya modal rata-rata tertimbang
 Ke = Ongkos modal saham
 E = Ekuitas
 V = Jumlah modal saham dan modal hutang
 D = Hutang
 Kd = Ongkos modal hutang

Metode Penelitian

Desain Penelitian

Penelitian ini tanpa menggunakan hipotesis. Penelitian yang dilakukan merupakan studi komparasi yang lebih menekankan pada keluasan analisis atas kebenaran suatu teori dalam penerapannya pada dunia usaha.

Data

Data yang digunakan dalam penulisan penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari prospektus PT. Gudang Garam, dalam hal ini berupa laporan keuangan yang terdiri dari neraca dan laporan laba rugi.

Hasil Penelitian

Berikut ini adalah rasio keuangan PT Gudang Garam dalam jangka 1997-1999

Tabel 1
Perbandingan Rasio Keuangan PT Gudang Garam (GG)
Dengan Rasio Industri (RI)

Jenis rasio	1997			1998			1999		
	GG	RI	Keterangan	GG	RI	Keterangan	GG	RI	Keterangan
Current ratio	1,89	1,56	Above average	2,12	1,96	Above average	3,11	2	Above average
Acid Test Ratio	0,36	0,37	Below average	0,68	0,39	Above average	1,13	0,66	Above average
Debt to Equity	0,67	2,05	Below average	0,6	2,36	Below average	0,37	3,3	Above average
Debt to Asset	0,4	0,63	Below average	0,39	0,62	Below average	0,28	0,54	Below average
GPM	1,34	0,71	Above average	1,36	0,69	Above average	1,42	0,72	Above average
OPM	0,18	0,18	Average	0,2	0,18	Above average	0,23	0,22	Above average

Lanjutan Tabel 1

Jenis rasio	1997			1998			1999		
	GG	R.I	Keterangan	GG	R.I	Keterangan	GG	R.I	Keterangan
NPM	0,12	0,06	Above average	0,11	0,03	Above average	0,17	0,13	Above average
ROA	0,26	0,1	Above average	0,30	0,11	Above average	0,37	0,20	Above average
ROE	0,29	0,18	Above average	0,27	0,13	Above average	0,39	0,44	Below average
PER	17,8	93,01	Below average	20,19	-3,54	Above average	21,78	11,5	Above average
DY	1,71	2,24	Below average	1,03	0,68	Above average	1,38	1,46	Below Average
DPR	31,9	299	Below average	20,79	13,3	Above average	30,13	21	Above average

Secara umum, rasio keuangan PT Gudang Garam tahun 1997 berada di bawah rata-rata rasio industri. Hal ini menggambarkan bahwa keadaan industri rokok secara makro mengalami guncangan yang sangat dahsyat sehingga mempengaruhi kondisi keuangan PT Gudang Garam. Sedangkan pada tahun 1998-1999, rasio keuangan perseroan berada di atas rata-rata rasio industri sehingga dapat dikatakan bahwa sedikit demi sedikit perseroan dapat mengatasi krisis berkepanjangan.

Perhitungan EVA

1. Menghitung biaya modal hutang

Tabel 2
Biaya Modal Hutang Sebelum Pajak

Tahun	Bunga (I)	Hutang (D)	Kd
1997	59.026.404.128	705.162.143.600	0,0837
1998	152.431.559.171	610.882.180.304	0,2495
1999	47.021.101.926	248.500.000.000	0,1892

Tabel 3
Tarif Pajak

Tahun	Taksiran Pajak	Laba Sebelum Pajak	Tarif Pajak
1997	378.643.351.890	1.285.455.596.259	0,2946
1998	474.706.305.689	1.559.153.245.088	0,3045
1999	879.974.009.658	3.156.606.982.974	0,2788

$$\begin{aligned}
 \text{Biaya modal tahun 1997} &= Kd (1 - T) \\
 &= 0,0837 (1 - 0,2946) \\
 &= 0,059
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{Biaya modal tahun 1998} &= K_d (1 - T) \\ &= 0,2495 (1 - 0,3045) \\ &= 0,1735\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{Biaya modal tahun 1999} &= K_d (1 - T) \\ &= 0,1892 (1 - 0,2788) \\ &= 0,1365\end{aligned}$$

2. Menghitung biaya modal saham

Berdasarkan metode *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, untuk menghitung biaya modal saham terlebih dahulu kita harus menghitung tingkat pengembalian pasar (R_m), tingkat pengembalian saham (R_i) dan tingkat suku bunga investasi bebas resiko yang diperoleh dari tingkat suku bunga pada bank-bank pemerintah (R_f), serta faktor resiko perseroan tersebut (β_i).

Tabel 4
Tarif Tingkat Suku Bunga

Tahun	Rf
1997	13,51%
1998	49,32%
1999	23,14%

Berikut ini akan disajikan perhitungan R_m , R_i , dan Beta tahun 1997, 1998, 1999 PT Gudang Garam.

Tabel 5
Tingkat Pengembalian Pasar PT Gudang Garam

Bulan	Tahun 1997		Tahun 1998		Tahun 1999	
	IHSG	Rm	IHSG	Rm	IHSG	Rm
0	520.558		401.712		398.038	
1	691.116	0,327645	485.938	0,20967	411.932	0,03491
2	705.374	0,02063	482.378	-0,0073	396.089	-0,03846
3	662.236	-0,06116	541.425	0,12241	392.862	-0,00815
4	660.049	-0,0033	460.135	-0,1501	495.222	0,26055
5	696.028	0,05451	420.465	-0,0862	585.242	0,18178
6	794.556	0,141558	445.920	0,06054	662.025	0,1312
7	721.270	-0,09224	481.717	0,08028	597.874	-0,0969
8	493.962	-0,31515	342.436	-0,2891	567.026	-0,0516
9	546.688	0,106741	276.150	-0,1936	547.937	-0,03367
10	500.418	-0,08464	300.770	0,08915	593.869	0,08383
11	401.708	-0,19726	386.271	0,28427	583.769	-0,01701
12	401.712	0,000009	398.038	0,03046	676.919	0,15957
Jumlah		-0,10264		0,1504		0,60605

Tabel 6
Return Bulanan Saham PT Gudang Garam Tahun 1997

Bulan	H. Awal	H. Akhir	Deviden	Ri
1	10200	11600		0,13725
2	11600	11675		0,00647
3	11675	10475		-0,1028
4	10475	10200		-0,0263
5	10200	10500		0,02941
6	10500	10200	150	-0,0143
7	10200	9875		-0,0319
8	9875	8000		-0,1899
9	8000	9500		0,1875
10	9500	10200		0,07368
11	10200	7750		-0,2402
12	7750	8375		0,08065
Jumlah				-0,0903

Tabel 7
Return Bulanan Saham PT Gudang Garam Tahun 1998

Bulan	H. Awal	H. Akhir	Deviden	Ri
1	8375	12700		0,51642
2	12700	11050		-0,12992
3	11050	11975		0,08371
4	11975	9550		-0,20251
5	9550	8300		-0,13089
6	8300	8700	120	0,0627
7	8700	8900		0,02299
8	8900	8500		-0,0449
9	8500	5725		-0,32647
10	5725	6850		0,19651
11	6850	9600		0,40146
12	9600	11650		0,21354
Jumlah				0,66157

Tabel 8
Return Bulanan Saham PT Gudang Garam Tahun 1999

Bulan	H. Awal	H. Akhir	Deviden	Ri
1	11650	10900		-0,06438
2	10900	12300		0,12844

Lanjutan Tabel 8

Bulan	H. Awal	H. Akhir	Deviden	Ri
3	12300	11525		-0,06301
4	11525	14650		0,27115
5	14650	16000		0,09215
6	16000	18700	260	0,185
7	18700	19000		0,016043
8	19000	18500		-0,0263
9	18500	16850		-0,08919
10	16850	17600		0,04451
11	17600	17400		-0,01136
12	17400	18800		0,08046
Jumlah				0,563513

Tabel 9
Beta PT Gudang Garam Tahun 1997

Bulan	X (Rm)	Y (Ri)	X ²	X.Y
1	0,327645	0,13726	0,10735	0,04497
2	0,02063	0,00647	0,00043	0,00013
3	-0,06116	-0,10278	0,00374	0,00629
4	-0,0033	-0,02625	0,00001	0,00008
5	0,05451	0,02941	0,00297	0,0016
6	0,141558	-0,0143	0,02004	-0,00202
7	-0,09224	-0,03186	0,00851	0,00294
8	-0,31515	-0,1899	0,09932	0,05985
9	0,106741	0,1875	0,01139	0,02001
10	-0,08464	0,07368	0,00716	-0,00624
11	-0,19726	-0,2402	0,03891	0,04738
12	0,000009	0,08065	0,00000000008	0,0000007
Jumlah	-0,10264	-0,09032	0,29984	0,175

$$\begin{aligned}
 \text{Beta tahun 1997} &= \frac{n(\sum XY) - (\sum X)(\sum Y)}{n(\sum X^2) - (\sum X)^2} \\
 &= \frac{12(0,175) - (-0,10264)(-0,09032)}{12(0,29984) - (-0,10264)^2} \\
 &= 0,58
 \end{aligned}$$

Tabel 10
Beta PT Gudang Garam Tahun 1998

Bulan	X (Rm)	Y (Rl)	X ²	X.Y
1	0,20967	0,51642	0,04396	0,10828
2	-0,0073	-0,12992	0,000054	0,00095
3	0,12241	0,08371	0,01498	0,01025
4	-0,1501	-0,20251	0,02253	0,0304
5	-0,0862	-0,13089	0,00743	0,01128
6	0,06054	0,0627	0,00367	0,003795
7	0,08028	0,02299	0,00644	0,00185
8	-0,2891	-0,0449	0,08358	0,01298
9	-0,1936	-0,32647	0,03748	0,0632
10	0,08915	0,19651	0,00795	0,01752
11	0,28427	0,40146	0,08081	0,11412
12	0,03046	0,21354	0,00093	0,0065
Jumlah	0,15048	0,66264	0,30981	0,381115

$$\begin{aligned}
 \text{Beta tahun 1998} &= \frac{n(\sum XY) - (\sum X)(\sum Y)}{n(\sum X^2) - (\sum X)^2} \\
 &= \frac{12(0,381115) - (0,15048)(0,66264)}{12(0,30981) - (0,15048)^2} \\
 &= \frac{4,57338 - 0,099714}{4,73388 - 0,02266} \\
 &= \frac{4,473666}{4,71122} \\
 &= 0,95
 \end{aligned}$$

Tabel 11
Beta PT Gudang Garam Tahun 1999

Bulan	X (Rm)	Y (Rl)	X ²	X.Y
1	0,03491	-0,06438	0,00122	-0,0022
2	-0,0385	0,12844	0,00148	-0,0049
3	-0,0081	-0,06301	0,00006	0,00051
4	0,26055	0,27115	0,06789	0,07065
5	0,18178	0,09215	0,03304	0,01675
6	0,1312	0,185	0,01721	0,02427
7	-0,0969	0,01604	0,00939	-0,0016
8	-0,0516	-0,0263	0,00266	0,00136

Lanjutan Tabel 11

Bulan	X (Rm)	Y (Ri)	X ²	X.Y
9	-0,0337	-0,08919	0,00114	0,00301
10	0,08383	0,04451	0,00703	0,00373
11	-0,017	-0,01136	0,00029	0,00019
12	0,15957	0,08046	0,02546	0,01284
Jumlah	0,60605	0,563513	0,16688	0,12456

$$\begin{aligned}
 \text{Beta Tahun 1999} &= \frac{n(\Sigma XY) - (\Sigma X)(\Sigma Y)}{n(\Sigma X^2) - (\Sigma X)^2} \\
 &= \frac{12(0,12456) - (0,60605)(0,563513)}{12(0,16688) - (0,60605)^2} \\
 &= 0,68
 \end{aligned}$$

Setelah R_m, R_f, dan β_i diketahui, barulah dapat dihitung besarnya biaya modal saham sebagai berikut :

a. Biaya modal saham tahun 1997

$$\begin{aligned}
 K_s &= R_f + (R_m - R_f) \beta_i \\
 &= 0,1351 + (-0,10264 - 0,1351) 0,58 \\
 &= -0,0028
 \end{aligned}$$

b. Biaya modal saham tahun 1998

$$\begin{aligned}
 K_s &= R_f + (R_m - R_f) \beta_i \\
 &= 0,4932 + (0,15048 - 0,4932) 1,2 \\
 &= 0,0819
 \end{aligned}$$

c. Biaya modal saham tahun 1999

$$\begin{aligned}
 K_s &= R_f + (R_m - R_f) \beta_i \\
 &= 0,2314 + (0,60605 - 0,2314) 0,68 \\
 &= 0,4862
 \end{aligned}$$

3. Menghitung biaya modal rata-rata tertimbang (WACC)

Tabel 12
WACC Tahun 1997

Jenis Modal	Jumlah	Proporsi	B. Modal	WACC
Hutang	705.162.143.600	18,22%	5,9%	1,07%
Ekuitas	3.164.626.169.412	81,78%	-0,28%	-0,22%
Total	3.869.788.313.012	100%		0,85%

Tabel 13
WACC Tahun 1998

Jenis Modal	Jumlah	Proporsi	B. Modal	WACC
Hutang	610.882.180.304	13,2%	17,35%	2,29%
Ekuitas	4.014.597.054.729	86,8%	8,19%	7,1%
Total	4.625.479.235.033	100%		9,39%

Tabel 14
WACC Tahun 1999

Jenis Modal	Jumlah	Proporsi	B. Modal	WACC
Hutang	248.500.000.000	4,11%	13,65%	0,56%
Saham	5.793.549.448.813	95,89%	48,62%	46,62%
Total	6.042.049.448.813	100%		47,18%

Berdasarkan Tabel tersebut, dapat diketahui bahwa besar kecilnya biaya modal rata-rata tertimbang dipengaruhi oleh proporsi modal hutang dan saham yang digunakan perseroan serta biaya yang timbul akibat pemakaian hutang dan modal saham tersebut. Setelah *WACC* diketahui, dapat ditemukan nominal biaya modal rata-rata tertimbang tiap tahunnya, sebagai berikut :

- a. Biaya modal tahun 1997 = $WACC \times \text{Total Modal}$
 $= 0,85\% \times 3.869.788.313.012$
 $= 32.893.200.660$
- b. Biaya modal tahun 1998 = $WACC \times \text{Total Modal}$
 $= 9,39\% \times 4.625.479.235.033$
 $= 434.332.500.200$
- c. Biaya modal tahun 1999 = $WACC \times \text{Total Modal}$
 $= 47,18\% \times 6.042.049.448.813$
 $= 2.850.638.930.000$

Tabel 15
Economic Value Added

Keterangan	1997	1998	1999
1) Hutang	705.162.143.600	610.882.180.304	248.500.000.000
2) Ekuitas	3.164.626.169.412	4.014.597.054.729	5.793.549.448.813
3) Modal	3.869.788.616.012	4.625.479.235.033	6.042.049.448.813
4) T	0,2946	0,3045	0,2788
5) WACC	0,85%	9,39%	47,18%
6) EAT	906.812.244.369	1.084.446.939.399	2.276.632.973.316
7) Interest expense	59.026.404.128	152.431.559.171	47.021.101.926
8) Tax Saved	17.389.178.650	46.415.409.750	13.109.483.220
9) NOPAT	948.449.469.847	1.190.463.088.820	2.310.544.592.022
10)COC	32.893.200.660	434.332.500.200	2.850.638.930.000
11)EVA	915.556.269.187	756.130.588.620	-540.094.337.978

Berdasarkan hasil perhitungan EVA pada Tabel 15 dapat diketahui bahwa tahun 1997 dan 1998 terjadi penambahan nilai ekonomis ke dalam PT Gudang Garam, karena EVA yang dihasilkan > 0 atau positif. Sedangkan pada tahun 1999 tidak terjadi pertambahan nilai ke dalam perusahaan karena EVA yang dihasilkan kurang dari 0. Namun laba yang dihasilkan PT Gudang Garam meningkat pesat.

Analisis dan Interpretasi EVA Sebagai *Added Approach*

Berdasarkan hasil perhitungan dengan menggunakan kedua metode tersebut yaitu analisis rasio keuangan dan konsep *EVA*, maka dapat dilihat bahwa masing-masing metode mempunyai kelebihan dan kekurangan.

Konsep *EVA* dapat diterima keberadaannya sebagai *added approach* dari *traditional approach* yang selama ini biasa digunakan. Hasil yang diperlihatkan dalam perhitungan *EVA* selama tiga periode memberikan gambaran spesifik mengenai prestasi kerja yang dicapai manajemen PT Gudang Garam. Pada tahun 1999 perseroan menghasilkan *EVA* yang negatif dikarenakan perseroan diharuskan mengalokasikan laba yang dihasilkannya untuk membayar biaya modal terutama atas perolehan modal sahamnya. Namun laba yang dihasilkan pada tahun itu juga meningkat cukup besar sehingga kita tidak dapat memvonis secara buta bahwa PT.X gagal dalam menjalankan operasional usahanya.

Konsep *EVA* mengukur kinerja perusahaan lebih akurat berapa nilai tambah ekonomis yang terjadi tiap periodenya karena memperhitungkan biaya modal yang harus dikeluarkan perusahaan. Konsep *EVA* belum dapat diterapkan pada perusahaan yang belum *go public* karena akan kesulitan dalam memperoleh data yang dipakai untuk mengestimasi besarnya biaya modal. Pada dasarnya konsep *EVA* merupakan pengembangan dari analisis *Return On Equity (ROE)*. *EVA* merupakan alat ukur prestasi perusahaan yang mandiri sehingga tidak memerlukan alat ukur pembanding, sedangkan analisis rasio keuangan membutuhkan alat ukur pembanding. Namun demikian, tidaklah tepat untuk mengatakan bahwa analisis rasio keuangan merupakan *Traditional approach* dalam artian yang sebenarnya. Analisis rasio keuangan dikatakan sebagai *traditional approach* karena munculnya konsep *EVA* sebagai pendekatan yang baru.

Analisis rasio keuangan sebagai *traditional approach* tetaplah layak digunakan sebagai pengukur kinerja dan prestasi perusahaan. Keduanya akan memberikan manfaat yang besar bagi penggunaanya bila digunakan secara bersama-sama.

Simpulan

Penggunaan *EVA* sebagai *added approach* dalam mengukur kinerja PT Gudang Garam menunjukkan bahwa tahun 1997-1998 perusahaan mempunyai nilai tambah yang positif yang artinya telah terjadi penambahan nilai ekonomis ke dalam perusahaan. Sedangkan pada tahun 1999 *EVA* yang dihasilkan negatif artinya tidak terjadi penambahan nilai ekonomis ke dalam perusahaan karena laba yang dihasilkan tidak dapat memenuhi harapan penyedia dana terutama pemegang saham. Hal ini disebabkan oleh besarnya biaya modal dan hutang biaya modal ekuitas yang harus ditanggung perseroan disamping besarnya tingkat bunga. Penggunaan *EVA* mempunyai lebih banyak keunggulan yang akan melengkapi analisis rasio keuangan sebagai pengukur kinerja perusahaan yaitu bahwa *EVA* memperhitungkan biaya modal dalam menentukan derajat keadilan bagi penyedia dana sehingga manajer akan berpikir dan bertindak seperti halnya pemegang saham yaitu memilih investasi yang memaksimumkan tingkat pengembalian

modal dan meminimumkan tingkat biaya modal sehingga nilai perusahaan di masyarakat dapat dimaksimumkan.

Daftar Pustaka

- Anthony, R. N., J. Dearden, dan N. M. Bedford. 1992. *Sistem Pengendalian Manajemen*. Edisi Keenam. (terjemahan A. Maulana). Jakarta : Binarupa Aksara.
- Drucker, P. F. 1982. *Pengantar Manajemen*. Jakarta : PT. Pustaka Binaman Pressindo.
- Ghozali, I. 1989. Pentingnya Laporan Nilai Tambah sebagai Pelengkap Laporan Keuangan. *Akuntansi*, No 10, Oktober : 53-57.
- Godfrey, J., et. al. 1994. *Accounting Theory*, 2nd edition. New York : John Wiley & Sons, Inc.
- Hansen, D. R., dan M. M. Mowen. 2000. *Management Accounting*. 5th edition. Cincinnati Ohio: South-Western College Publising.
- Helfert, E. 1996. *Teknik Analisis Keuangan*. Edisi kedelapan. Jakarta : Erlangga.
- Husnan, S., dan E. Pudjiastuti. 1996. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi pertama. Yogyakarta : UPP AMP YKP.
- Maher, M. W., dan E. B. Deakin. 1997. *Akuntansi Biaya*. Jakarta : Erlangga.
- Mathur, I. 1979. *Introduction to Financial Management*. Canada : Collier Macmillan Ltd.
- Mirza, T. 1997. EVA Sebagai Alat Penilai. *Usahawan*, Tahun XXIV, No. 04. April : 14.
- Mulyadi, 1997. *Akuntansi Manajemen*. Yogyakarta : BP STIE YKPN.
- Munawir, S. 1991. *Analisis Laporan Keuangan*. Edisi keempat. Yogyakarta : Liberty.
- Riyanto, B. 1995. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Edisi ketiga. Yogyakarta : BPFE.
- Sartono, A. 1996. *Manajemen Keuangan*. Edisi pertama. Yogyakarta : BPFE.

- Stern, S.1997. Management Service, The Stern Stewart Performance 1000. *Database Package Introduction and Document EVA and Growth*. January. The EVA Company
- Tuanakotta, T. M. 1984. *Teori Akuntansi*. Buku Satu. Jakarta : FEUI.
- Utama, S. 1997. Economic Value Added = Pengukur Penciptaan Nilai Perusahaan. *Usahawan*. Tahun XXIV, No. 4, April : 10.
- Utomo, L. L. 1999. Economic Value Added sebagai Ukuran Keberhasilan Kinerja Manajemen Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 1, No. 1. Surabaya : UK Petra.
- Wakasugi, T., et. al. 1997. EVA and Share Holder Value in Japan, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol 4.
- Weston, J. F., dan E. F. Brigham. 1994. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*,. Edisi Kesembilan. (Terjemahan). Jilid II. Jakarta : Erlangga.
- Widayanto, G. 1994. Nitami dan Penentuan Bonus Karyawan. *Usahawan*, Tahun XXIII, No. 5, April : 30.